股东平等视角下的减资规制研究 *

郜俊辉

［摘　要］ 与资本数额的减少直接关乎债权人保护不同，股份合并、股份回购等作为减资方式，关涉到少数股东保护的问题。现行《公司法》和2021年《公司法（修订草案）》，对于减资决议作了三分之二多数决的要求，司法实践之中，亦有法院通过法律续造的方法，确定了“定向减资需经过全体股东同意”的裁判规则，但这依旧难以充分解决减资中的股东平等问题。有鉴于此，应当在减资方式类型化的基础上，以股东平等原则为价值取向，兼及商事效率追求，进行规制构建。在股份合并型减资中，既要对等比例股份合并中的零细股份处理予以规范化，又要对非等比例股份合并增加优待中小股东的要求。在股份回购型减资中，一方面应当对强制型股份回购课以“受有不平等之股东已表示同意”或“该不平等对待存在正当理由且具有相当性”的审查要求，另一方面，应当对任意型回购增设回购机会均等机制，以保障股东平等。此外，丰富类别股的种类，承认附带回购条件的类别股与附带回购请求权的类别股，完善相关规则体系，也有助于解决“人走股留”“对赌协议”等引发的实践问题。

［关键词］ 减资　股东平等　股份合并　股份回购

［作　者］ 郜俊辉（1996－　），男，江西宜春人，现为日本早稻田大学民商法博士研究生，研究方向为民商法学。

中图分类号：D922.291　文献标识码：A　文章编号：1674－0602－（2023）01－0233－13

一、问题的提出

《公司法》第43条、第177条规定公司作出减资决议时需满足三分之二多数决的要求，并负有通知公告、提供担保或清偿债务的义务。该条文对减资公司课以一定的义务保护债权人，却仅仅通过特别决议要求来调整股东间的利益冲突，实在失之粗疏。司法实践也表明，现行《公司法》关于减资决议的多数决规定，很可能会被大股东所滥用，从而成为欺压小股东的工具。如近来备受关注的定向减资案例中，便存在大股东滥用多数决优势，仅定向回购自身的股权以提前实现资本回收的

* 本文系司法部国家法治与法学理论研究一般项目“商事外观主义研究”（19SFB2041）、国家留学基金委员会“国家建设高水平大学公派研究生项目”（CSC202107070004）的阶段性成果。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

问题。以“陈玉和诉江苏联通实业有限公司案”（以下简称“陈玉和案”）[1]为例，公司作出减资决议之时，虽然履行了法律所要求的债权人保护程序。但是，该减资决议却仅仅以大股东为减资对象，而将作为小股东的陈玉和排除在外。通过有偿的股权回购，股东可以实现投入资本的回收；但如果仅仅回购特定股东的股权，那么就意味着只有该特定股东优先取回了其投入的资本。也正是因为该原因，因定向减资而丧失减资机会的陈玉和向法院提起了决议无效之诉。而法院则通过法律续造的方法，确定了“定向减资需经过全体股东同意”的裁判规则，并判决该减资决议无效。

我国于2021年12月公布的《公司法（修订草案）》，虽然通过第221条、第222条增设了简易减资制度并且补充了违法减资的股东责任与董事责任，对减资制度进行了一定的完善。但是，其视角依旧权局限于债权人保护，而并未涉及股东间利益冲突调整这一问题。同时，随着《公司法（修订草案）》第155条第1款引入无面额股制度，减资规制的体系定位也会受到一定的影响。有鉴于此，本文将以此次《公司法》修订为契机，围绕减资方式中的股东利益关系调整问题展开讨论。

二、减资规制的理论基础

长久以来，我国对于减资问题的研究一直集中在债权人保护上，缺乏股东利益保护的研究视角，其主要是因为对减资本身的规范意义理解过于偏狭。事实上，减资并非仅指资本减少这一公司资本变动的结果，其还包含着减资方式的问题。所以，有必要在区分减资方式与减资结果的基础上明晰其规范内涵，以作为减资规制的概念基础，同时，为解决股东利益保护视角缺失这一问题，还要以股东平等原则为价值取向，作为减资规制的理念基础。

（一）规范意义：减资方式与减资结果的区分

根据股份是否有面额，公司股本数的计算会有所不同。股份有面额（Share with Par Value）时，股本等于已发行股份总数与面额的乘积；如果股份无面额（Share with No Par Value），则股本为公司董事会设定的资本额。[2]我国《公司法》自1993年制定以来，一直采取面额股制度，《公司法（修订草案）》第96条、第155条将其继续保留。作为价值计量的基本功能的反映，会计上描述股份公司的资本往往使用“股本”一词，表示作为公司资本基本构成单位的股份所代表的出资人投入资本的金额。[3]即，在现行《公司法》的面额股制度之下，股份既是公司资本的构成单位，也是股东权益的计算基础，其必须遵守“资本＝股票面额 × 发行股份数量”这一公式。所以，在面额股制度之下，减资需要通过减少股份票面价值或者减少股份数量的方法进行。在外国法中，减资最直接的方法是降低发行在外股票的面值，这通常可以通过公司董事会和股东大会修改公司证书中关于某种股票的每股面值并向登记机关备案的方式实现。[4]但是，我国目前的法律上以及实务上均不存在此种减小股份面额的做法，当下的减资方式类型只包括减少股份数量这一种，具体又可分为回购股份以注销和直接进行股份合并两种方式。

需要注意的是，在法律逻辑上，缩小股份面额、股份合并（即通常所谓的缩股）、回购并注销股份，是公司减资的方法；与之相对，因为股份面额缩小或数量减少而造成的公司注册资本的减少，

〔1〕江苏省无锡市中级人民法院（2017）苏02民终1313号民事判决书。
〔2〕刘燕：《会计法》，北京大学出版社2001年版，第303页。
〔3〕刘燕：《会计法》，第302−303页。
〔4〕[美]贝利斯·曼宁、[美]詹姆斯·汉克斯：《法律资本制度》，后向东译，载王保树主编：《商事法论集（第12卷）》，法律出版社2007年版，第149页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

是公司减资的结果。作为减资方式的股份面额缩小、股份合并、股份注销之中可能存在股东之间的利益冲突，其所需要考量的价值核心亦在于股东平等原则。而作为减资结果的公司资本数额的减少，则是关系到债权人保护这一问题。两者虽然同属于减资问题，但在利益冲突面向上却截然不同。所以，相关法律规制的规范意旨与规范内容自然也会有所不同。因此，在分析减资问题时，有必要将减资方式与减资结果予以区分对待，分而论之。

（二）价值取向：股东平等原则

采取不同的减资方式，可能会从不同程度上造成股东之间的不平等。虽然减资方式是通过特别决议而被决定的，但因为多数决是各股东为自身利益而行使表决权的结果，其决议内容很可能侵害小股东的利益。[5] 公司法选择“资本多数决”规则的初衷是为了实现公司经营的效率，使众多股东之间的意志通过这一民主程序统一起来，但若想通过这种程序来实现股东实质公平却是不可能的，严格地绝对遵守资本多数决的投票规则可能产生侵害中小股东合理权益的非正义结果。[6] 正如上文所述“陈玉和案”一样，大股东可以利用多数决优势，作出仅对自己有利的减资决议。而要克服这一资本多数决弊端，就需要以股东平等原则为价值导向，在法律上予以一定规制，以保护减资中的中小股东利益。在调整股东间利益冲突这一问题上，基本上有股东平等原则与控股股东信义义务两条路径。从比较法上来看，前者的实现路径是通过控制作为法律行为的公司决议的效力，即通过决议瑕疵制度来实现中小股东利益保护；后者的实现路径主要是依靠司法判例确定控股股东的行为规范与责任范围，即通过信义义务制度来实现中小股东利益保护。本文之所以采取股东平等原则视角，主要是考虑到路径依赖问题。我国长期存在借取民法理论以分析解决商法问题的研究风格，深受体系化思维的影响。股东平等原则这一路径可以较好地借助“原则 – 规则”模式实现相关问题的体系化处理。而且，以前文所述“陈玉和案”为例，司法实践之中也是以决议无效制度救济之。股东平等原则包括股份内容平等和股权比例平等两层含义，股份内容平等强调公司发行的每一类股份的内容相同；股权比例平等则强调持有相同内容和相同数量的股份的股东在基于股东地位而产生的法律关系中享受相同待遇。[7] 虽然股东平等原则在我国公司法中并未直接被规定，但是其作为一种公司法的基本理念影响着整体的制度构建，而且对于具体的法律解释和争议解决有指导意义。从功能上来说，股东平等原则旨在防止控股股东滥用资本多数决进行股东间的区别对待，从而保护中小股东。[8] 对于本文所要探讨的减资问题而言，亦是如此。

股东平等原则的实现机制主要有事前规制与事后规制两种路径。事前规制是在法律之中直接规定一些程序要求或者实体要求，从而保证股东平等的实现，如我国现行《公司法》关于新股优先认购权的规定。事后规制则是法院通过事后审查的方式，对于违反股东平等原则的公司决议作出无效或者可撤销的判决。要在减资之中实现股东平等亦可以考虑从事前或者事后的角度展开规制讨论。不过值得注意的是，股东平等原则并不意味着要求公司在任何情形下都需要按照持股比例对所有股东施以相应的平等待遇。虽然根据股东平等原则公司应当按照持股比例对待各股东；但考虑到公司部分行为的经济功能，基于特定的合理理由可以承认部分“不平等对待”的效力。对此，应当参照宪法学上的比例原则，根据其必要性与相当性来进行判断。[9] 当受有不平等对待的股东对此表达同

〔5〕内海健一「資本減少と株主平等原則」大阪経大論集 44 号（1964 年）46 頁。

〔6〕宋智慧：《股东平等原则与资本多数决的矫治》，载《河北法学》2011 年第 6 期，第 108 页。

〔7〕刘俊海：《论股权平等原则》，载《法学杂志》2008 年第 3 期，第 32 页。

〔8〕江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣，2021 年）134 頁。

〔9〕森本滋「株主平等原則の理念的意義と現実的機能」民商法雑誌 141 巻 3 号（2009 年）308 頁。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

意，或者公司存在进行不平等对待的正当理由时，此类行为均不违反股东平等原则。[10] 所以，在对减资决议进行事后的股东平等审查以判断其决议效力之时，绝不能仅仅因为减资未按照股东持股比例进行便认定该决议有瑕疵，还需要进行“受有不利益之股东是否对此减资是否表示同意”的形式审查，或者“该减资中的不平等对待是否存在正当理由以治愈其瑕疵”的实质审查。

三、股份合并型减资

股份合并，又叫“缩股”，是指公司通过既定的转换比率减少发行在外的流通股股份，从而实现股票价格提高的一种行为。[11] 对于股份合并，我国《公司法》并没有明确的规定，但实务之中已经存在具体操作。中国证监会早在1996年便要求缩股行为必须遵循以下规则：（1）在实施缩股方案前除须取得法律要求的授权与批准外，还必须报证监会审批；（2）经批准而实施的缩股必须采取同比例缩股的办法；（3）凡采取缩股方式上市的公司，上市后3年内不得配股。[12] 股份合并在本质上是公司调整股份单位价格的手段，在公司净资产价值与经营能力不变的情形下，公司的股份数量越少，其股价就会越高。我国实践中，公司往往通过股份合并的方式来实现防止强制退市或者重整公司等目的。在股份合并型减资之中，根据股份合并是否按照同一比例进行，可以分为等比例型股份合并与非等比例型股份合并。前者主要运用于防止强制退市，后者则主要运用于企业重整之中。

（一）等比例型合并

运用等比例型股份合并防止强制退市是指，公司通过等比例股份合并来提升股价，从而保证股价不跌破一元面额价值，进而得以不被强制退市。如《上海证券交易所股票上市规则》所规定的退市事由中，包括“连续20个交易日的每日股票收盘价均低于人民币1元”这一情形。所以，当公司因为收盘价低于面值而面临退市风险之时，便会采取股份合并的方式来应对。例如，厦门灿坤公司为防止被强制退市，便进行了等比例缩股。[13] 在该案件中，厦门灿坤公司的全体股东按照每6股缩减为1股的方式实施缩股，总股本数由11.12亿股减少到1.85亿股，股票票面价值依旧为一元不变，注册资本减少为1.85亿元。在此种情形之中，股份合并方案是对全体股东按照同一比例来实施的，看似并不存在股东不平等的问题，但也可能成为将少数股东驱赶出公司的手段。例如，如果公司按照每100股压缩为1股的比例对全体股东实施缩股，那么就意味着持股100股以下的小股东将会因为自身持股不够新股1股而被排除出公司。所以，在此种情形之中也存在大股东欺压小股东而有悖股东平等原则的可能。再者，对于无法继续持股而不得不出售股份的小股东而言，其股价在缩股方案之中如何确定，是否能够保证公正合理，这也是需要考虑的问题。对此，我国目前并没有直接的法律规制。在实务之中，主要是按照《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司上市公司权益分配及配股登记业务运作指南》中的零碎股份处理方法处理。这种操作方法又称为“精确算法”，即对投资者账户中不足1股的零碎股，按照投资者零碎股份数量的大小顺序排列，零碎股份数量相同的，由电子结算系统随机排列。按照排列顺序，依次均登记为1股，直至完成全部送股、股份合并或者股份分拆。可以说，我国对于该问题的处理，还处于按照政策并通过简单技术来操作的阶段，缺乏法律上的规制。

〔10〕山下徹哉「株主平等の原則の機能と判断構造の検討（10・完）」法学論叢181巻1号 （2020年）30−31頁。
〔11〕曾斌、林蔚然等：《资本治理的逻辑》，中国法制出版社2020年版，第197页。
〔12〕刘燕：《会计法》，第314页。
〔13〕邱永红：《我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究》，载《证券法苑》2014年第11卷，第227−229页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

从比较法来看，日本公司法所规定的股份合并只限于以全体股东为对象按照同一比例进行股份合并，而并不包括我国实践之中存在的非比例股份合并。但是，日本也通过设定一定的法律规范来解决其中存在的零细股份问题，可供参考。如果按照某比例进行股份合并而产生大量“零细股份”之时，持有零细股份的小股东就不得不出售该端数股份，从而被排除出公司之中。[14] 对此，《日本公司法》第180条规定股份合并需要经过股东大会的特别决议，同时从“目的正当性”和“对价公正性”的角度，作出了相应的规范要求。[15] 一方面，在目的正当性上，《日本公司法》第180条第4款要求董事会在股东大会上就此股份合并事项的必要性理由予以说明。另一方面，为了实现对股份合并中中小股东的财产利益保护，《日本公司法》第180条第4款赋予了中小股东以异议股东回购请求权，其可以通过行使该权利以保证自身获得公平的回购对价。同时，作为中小股东救济的事前规制，股东可以在股份合并行为违反法律或章程而损害股东利益时，行使股份合并停止请求权；作为事后规制，股东可以通过决议瑕疵制度来否定股份合并行为的效力。[16] 而且，《日本公司法》同时也通过第182条第2款和第6款，对进行股份合并的公司课以了一定的信息公示义务，即要求公司在股份合并效力发生前两周对股东进行通知或公告，并在公司总部备置相关文件以供股东查阅。该信息公示义务之要求旨在为股东行使异议股东回购请求权和股份合并停止请求权提供信息保障。

（二）非等比例型合并

除了上述等比例型股份合并以外，我国也存在不按照同一比例来进行股份合并的实际案例，主要出现在企业重整之中。例如，在贤成矿业重整及重大资产重组案中，便是按照不同比例进行了股份合并。[17] 在该案件中，青海贤成矿业股份有限公司股本较大，不利于破产重整计划执行完毕后重大资产重组工作的开展；同时，其控股股东股权被质押冻结，已无法继续履行其前期增发时的承诺，且对公司陷入困境负有一定的责任。有鉴于此，该公司对全体股东所持股份进行了不同比例的股份合并。

与等比例的股份合并相比，非等比例的股份合并在结果上存在更大的不公平性。因为除了上述任何类型的股份合并都存在的“端数股份”问题以外，非等比例的股份合并本身还意味着不同股东之间的缩股比例不同。此种不同，在形式上显然属于对股东进行了不平等对待。但是，如果满足如下两种条件，那么依旧可以认为其并不违反股东平等原则。其一，如果受有该不利益的股东对此表示同意则可以治愈该瑕疵，或者，该非比例的股份合并存在利用上的正当性，从而也可以治愈上述瑕疵。换言之，如果公司要在全体股东之间进行非比例的股份合并，我国公司法可以对其课以全体股东同意的要求以保护中小股东利益；抑或在允许通过三分之二多数决进行非比例股份合并的同时，对该非比例股份合并设定其他的适用条件以满足实质股东平等这一正当性要求。因为我国公司法对于股份合并并没有直接的法律依据，所以上述两种方案都难以在解释论上寻求依据，而不得不转向进行立法论上的思考。

当对于同一问题，存在多种规制路径之时，需要尽可能选择在价值论层面更具有正当性的方案。全体股东同意这一模式，毫无疑问可以更为充分地满足股东平等原则的要求，因为在这一模式下，只要任何一位股东表示反对就无法进行非比例的股份合并。但是，这会使得非比例股份合并在实践

〔14〕内海健一「資本減少と株主平等原則」大阪経大論集44号（1964年）71頁。

〔15〕神田秀樹編『論点詳解平成26年改正会社法』（商事法務，2015年）171－190頁参照。

〔16〕吉本健一「改正会社法における少数派株主の締出し行為」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流：理論と実務』（新日本法規，2014年）163－165頁参照。

〔17〕参见证券法苑编辑部：《贤成矿业重整及重大资产重组》，载《证券法苑》2017年第19卷，第333–341页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

之中变得难以应用。赋予中小股东对资产重组的否决权，等于将重整计划目标实现的控制权交于中小股东手中，可能把债权人拖入大股东与中小股东博弈的泥潭，不仅有违破产重整中限制股东表决权的法理，也事实上将债权人利益置于无保障的境地。[18] 所以，从效率性的角度来说，此种模式并不可取。与之相反，多数决模式则不存在这一问题。不过，多数决模式存在着制度滥用的风险。从实务角度来看，非比例的股份合并主要应用于公司重整之中股东出资权益的调整。根据对中小股东利益产生的影响不同，可以分为对中小股东有利和对中小股东不利两种类型。具体而言，中小股东每 5 股缩为 1 股而大股东每 10 股缩为 1 股的缩股方案是对中小股东有利；而大股东每 5 股缩为 1 股而中小股东每 10 股缩为 1 股的缩股方案则是对中小股东不利。为防止大股东滥用资本多数决制度并保护中小股东，可以考虑将非比例的股份合并限制在公司重整中，并且仅允许采取对中小股东有利的非比例缩股方案。换言之，即使是要对不同性质、不同内容、不同持股数量的股东，设计有差别的股东权益调整方案，但也应当只能是优待小股东。[19]

四、股份回购型减资

股份回购型减资是指，公司自股东处回购股份并将该股份注销，从而减少股份数量以实现减资。在回购股权的情形中，可以根据回购该特定股权是否需要股东自身的同意，而分为强制回购与任意回购。前者主要是指公司基于股东决议或者章程所规定的事由，而不经过股东同意直接回购其股权。在强制回购情形之中，股东的股权自由受到了最大的损害，即直接被公司剥夺。换言之，股东并不是因为自己的意思表示，而是公司的资本多数决被剥夺股东身份的话，这便是最严重的违反股东平等原则的情形。[20] 与之相对，任意型回购虽然可能也会因为非比例回购而导致股东之间的不公平，但是此种不公平与剥夺股东股权本身相比，相去甚远。因此，强制回购与非比例任意回购之间在对股东利益损害上，存在着质的区别。前者违背股东意志，直接剥夺其股权，对于股东是质的损害；与之相对，后者仅仅是在量上对股东造成损害。

（一）强制型回购

在所有的股权回购方法之中，对股东利益限制最多或者说影响最深的便是强制型回购。强制型回购是指不问股东意志如何，公司可以直接强制回购股东股权的情形。除存在正当理由之外，将部分股东强制排除出公司的行为，原则上应当认定为违反股东平等原则。[21] 不过，如上文所言，如果获得该特定股东的同意或者存在一定正当理由，上述不公平对待也将在法律评价上得以瑕疵治愈，而不违反股东原则。我国商事实践中的“人走股留”章程条款，虽然属于强制型回购，但因为符合上述瑕疵治愈事由，而得以合法化。而基于决议内容的强制型回购，则因为不存在正当理由而不为司法裁判所认可。以下分别讨论之。

1. 基于决议内容

从比较法上来看，基于股东大会决议而进行股份的强制回购制度，在德国法与美国法上并不相同；美国法主要是少数股东挤出（Freeze-Out）制度，而德国法则主要是除名制度。美国法的少数股东

〔18〕周淳：《上市公司破产重整中的股东权异化》，载《证券法苑》2014 年第 13 卷，第 53 页。

〔19〕曹文兵：《上市公司重整中出资人权益调整的检视与完善——基于 51 家上市公司破产重整案件的实证分析》，载《法律适用》2018 年第 17 期，第 111 页。

〔20〕稲葉武雄『会社法の解明』（中央経済社，2010 年）318 頁。

〔21〕森本滋「株主平等原則の理念的意義と現実的機能」民商法雑誌 141 巻 3 号（2009 年）312 頁。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

挤出制度是通过事后的信义义务审查机制来保护中小股东，而德国法的除名制度则是通过事前严格限定除名事由来防止该制度被滥用。[22] 我国《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》（以下简称《公司法司法解释三》）也规定了除名制度，根据该制度，一旦股东完全不履行出资义务或者抽逃出资的话，公司可以通过股东会作出除名决议。该除名决议的作出，仅仅满足多数决特别决议的要求即可，而且在解释论上一般认为对被除名的股东适用表决权排除规则。[23] 即除名制度之中，除名决议的作出无需获得被除名的股东的同意。但该除名决议依旧符合股东平等原则的要求。其原因便在于，其满足了股东平等原则的实质审查要求。与一般的事后的股东平等原则司法审查不同，除名制度已经被法律所直接规定，其必要性与相当性已经为法律所承认。具体而言，其必要性在于，维护公司资本的真实性、惩罚严重损害公司利益的股东、维护公司的经济价值、实现公司治理的自治。[24] 而其相当性则体现为，只有在完全未出资或者完全抽逃出资的严重损害公司资本情形下，方可适用。

我国现行《公司法司法解释三》所规定的除名制度，实质上可能更接近于失权制度而非真正的除名制度。因为除名规则的目的和功能在于修补团体人合性因素之裂痕，将可能影响团体存续或对团体利益造成严重危害的个人因素予以消除，该制度设计始终以团体利益之维护为出发点和归结点；而失权规则的目的和功能在于督促个别股东及时足额缴纳出资以确保公司基本出资的充实性，这是两规则的根本性区别。[25]《公司法（修订草案）》第 46 条也对此进行了拨乱反正，将司法解释所规定的除名制度改为股东失权制度，不再要求股东会决议这一要求。不过，从立法论角度而言，重新承认除名制度也有可行之处。即，在承认除名事由可以自由约定的基础上，通过事后的实质审查来实现中小股东保护也不失为一个不错的处理方案。换言之，法院可以事后审查相关除名事由是否存在正当性，以及该除名决议中对股东所支付的对价是否公平，即进行该决议是否符合平等原则的比例审查。不过，从目前的司法实践来看，法院为防止中小股东利益受损，通常并不进行必要性与相当性的判断，而是直接认定相关决议无效。例如曾忠义诉简阳市正阳印务有限责任公司决议效力确认纠纷一案中，法院便认为，“未经股东本人同意，股东大会直接以资本’多数决’的形式取消或减少股东的股份份额，直接损害了股东的合法权益，亦违反了《公司法》第 20 条的规定。”[26]

2．基于章程规定

除了上述基于股东会决议而进行股权强制回购的情形以外，实践之中还存在基于公司章程所规定的事由而进行股权强制回购的情形。在最高人民法院公布的 2018 年 96 号指导案例“宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案”之中，大华公司在公司章程第 14 条规定，在特定情形下公司可以强制回购股东股份：“持股人若辞职、调离或被辞退、解除劳动合同的，人走股留，所持股份由公司收购”。在员工股东宋文军解除劳动合同时，公司退还了其 2 万元股金。后来，宋文军以回购股权减资违法为由，要求法院确认该回购行为无效并恢复其股东身份。该案件的争议焦点之一在于：大华公司的公司章程中关于“人走股留”的规定，是否违反了《公司法》的禁止性规定，

〔22〕中東正文「閉鎖会社における少数株主の締め出しと除名」中京法学 30 巻 4 号（1991 年）76–78 頁参照。

〔23〕陈克：《再论股东除名制度中的表决权限制—从填补法律漏洞视角下展开》，载《法律适用》2015 年第 12 期，第 99 页。

〔24〕李建伟：《有限责任公司的股东除名制度研究》，载《法学评论》2015 年第 2 期，第 76–78 页。

〔25〕凤建军：《公司股东的“除名”与“失权”：从概念到规范》，载《法律科学（西北政法大学学报）》2013 年第 2 期，第 155–156 页。

〔26〕四川省简阳市人民法院（2019）川 0180 民初 4797 号民事判决书。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

该章程是否有效。对此，最高人民法院转述了陕西高院的再审裁定意见[27]，认为（1）该“人走股留”的章程条款，获得了宋文军的签名认可同意，对其产生拘束力；（2）并且，基于有限责任公司封闭性和人合性的特点，由公司章程对公司股东转让股权作出某些限制性规定，系公司自治的体现；（3）该章程条款，属于对股东转让股权的限制而非禁止，并不构成侵害宋文军股权转让权利。从判决结果上来看，该判决承认章定强制回购定条款的有效性。但是，不得不说其论证理由存在冗余错乱之处，并没有明显的审查模式区分运用的意识，既进行了形式审查，又进行了实质审查。上述理由（1）论证了受有强制回购不利益的股东对该不利益表示了同意，所以对其产生拘束力。这是股东平等原则瑕疵治愈的同意模式，即形式审查模式。上述理由（2）（3）则是分别从“维护有限责任公司的封闭性和人合性”的角度论证了该强制回购条款的“必要性”，从“对股东权利是限制而非禁止”的角度论证了该条款的“相当性”。这是股东平等原则的实质审查模式。

既然上述理由（1）已经通过同意模式证成了该强制回购条款的有效性，自然不需要再进行其他论证。诚如有学者所指出的那样，“如果股东在知情的情况下自愿接受这样的转让限制或禁止，法院为什么要违背他的意志否认这个章程条款呢？难道我们认为股东没有能力分辨利害并保护自己的利益吗？”[28]。而且，判决理由（2）（3）在进行必要性与相当性的论证上，也并不成功，反倒有一种画蛇添足之感。如有学者指出，“这种对人合性的简单化分析，其实既不符合我国《公司法》在股权转让限制上已经做出的有关利益平衡，也完全忽略了股权的自由转让对于维护人合性的重要性。”[29]

其实，从比较法上来看，对于此种“强制回购条款”，完全可以通过附带回购条件的类别股制度实现相同功能。发行附带回购条件的类别股之后，股份公司无需经股东同意，即可以发生一定事由为条件回购股东持有的股份。[30]在日本法上，虽然公司可以将某一类别股变更为附带回购条件的类别股。但是为了保护股东利益，法律要求必须获得该类别股股东的全体同意。[31]换言之，通过事先的“同意要求”来从程序上保护股东利益，从而依旧不违反股东平等原则。

（二）任意型回购

任意型回购减资，通常是指基于公司与股东之间的合意而进行的股份回购，并注销回购所得的股份以减资。但是，其中又存在一种极为特殊的情形，即对赌协议履行所引发的股权回购型减资。此种情形之中，该股权的回购是基于股东的意愿而发动，不过因为公司先前已经通过“对赌协议”作出了“股权回购”的承诺，所以反而在具体履行时不需要公司自身的同意。根据回购的方法是否按照股东持股比例进行，又可以分为等比例型回购与非等比例型回购，即通常所说的定向回购与非定向回购。从逻辑上来说，定向回购只是非等比例回购的部分情形而已，按照不同比例向全体股东回购股份，虽然不属于定向回购，但却依旧是非等比例回购。可见，非等比例回购这一称谓更为准确，但考虑到我国学界的通常用语习惯，本文亦采用“定向回购”这一称谓。在任意型股份回购之中，并不存在违背股东意志的问题，只要公司按照持股比例对所有股东提供股份回购的机会，便不会引发违反股东平等原则的问题。因此，等比例型回购并未侵犯股东的股权所有自由，也并不违反股东平等原则，所以并不将其纳入检讨范围。与之相对，如果公司定向回购，可能会出现没有享受到回

〔27〕陕西省高级人民法院（2014）陕民二申字00215号民事裁定书。
〔28〕王军：《公司资本制度》，北京大学出版社2022年版，第227−228页。
〔29〕楼秋然：《股权转让限制措施的合法性审查问题研究》，载《政治与法律》2019年第2期，第145页。
〔30〕陈景善：《类别股之组织法规范与资本制度衔接》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022年第4期，第8页。
〔31〕高橋美加ほか『会社法』（弘文堂，2022年）573頁。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

购利益的股东的受歧视问题。[32]对此，则依旧需要通过一定的法律规范进行规制，以满足股东平等原则的要求。而且，即使是定向回购，如果是无偿型的话，因为并不引发公司财产分配，也就不会真正造成股东间的不公平问题。所以无偿型定向回购情形也不需要纳入规制范围。

1.一般型定向回购

在我国的司法实践之中，已经出现了关于定向回购减资的相关判例，法院对此确立了“股东全员同意”的决议规则。在陈玉和诉江阴联通实业有限公司案的二审[33]之中，法院认为，“该规定（笔者注：《公司法》第43条）中的减少注册资本仅指公司减少注册资本，而并非涵括减资在股东之间的分配。由于减资存在同比减资和不同比减资两种情况，不同比减资会直接突破公司设立时的股权分配情况，如果只要经三分之二以上表决权的股东通过就可以作出不同比减资的决议，实际上是以多数决的形式改变公司设立时经发起人一致决所形成的股权架构，故对于不同比减资，应由全体股东一致同意，除非全体股东另有约定。”而在华宏伟诉上海圣甲虫电子商务有限公司案中，法官也基本采取了完全相同的说理，其判决内容的文字表述都基本相似：“减少注册资本应当仅仅指公司注册资本的减少，而并非涵盖减资后股权在各股东之间的分配。股权是股东享受公司权益、承担义务的基础，由于减资存在同比减资和不同比减资两种情况，不同比减资会直接突破公司设立时的股权分配情况，如只需经三分之二以上表决权的股东通过即可做出不同比减资决议，实际上是以多数决形式改变公司设立时经发起人一致决所形成的股权架构。”[34]

上述裁判观点敏锐地捕捉到了定向回购减资之中所存在的危害。但是，在相关论述理由之中，“以多数决形式改变公司设立时经发起人一致决所形成的股权架构”这一分析尚不准确。当公司回购其股份之时，其以回购对价的形式将公司财产转移至股权被回购的股东之处，从资本维持的角度来说，其基本就是股利分配的另一种替代模式而已。[35]所以，公司在股东之间进行定向股权回购，也就意味着进行了不按照比例的公司财产的分配，其问题关键在于财产分配权而非表决权。不过值得注意的是，股权回购与公司利润分配毕竟不是完全相同。利润分配并不需要股东因此支付对价，而股权回购会导致股东股权的转移。在不存在优先股的情况下，不按照持股比例进行的利润分配必然是违反股东平等原则，损害了部分股东的利益。但定向股份回购却并不是如此。因为既有股东对于公司的长期投资回报率抱有一定期待，而并不愿意股份被回购；也有股东想要通过股份回购这一渠道收回前期投资。在这种情形中，恰恰是定向的股份回购能够更好地满足股东的不同需求。一概要求定向股份回购决议的作出需要股东全员同意，反而不妥当。而且，尽管全体股东一致同意充分尊重了每一位股东的意志，但选择性回购需经全体股东一致同意的规则存在效率低下的问题。[36]

换言之，在股份回购这一问题上，重要的不是结果意义上的同一比例回购股份，而是在回购过程之中，按照持股比例对股东提供相应的股份回购机会，由股东自行决定是否出售自己的股份。对此，日本公司法上便存在所谓的“机会均等机制”，旨在实现出售股份的股东与继续持有股份股东之间

〔32〕邓峰：《普通公司法》，中国人民大学出版社2009年版，第332页。

〔33〕江苏省无锡市中级人民法院（2017）苏02民终1313号民事判决书。

〔34〕上海市第一中级人民法院（2018）沪01民终11780号民事判决书。

〔35〕Andreas Cahn&David C. Donald, *Comparative Company Law*, New York:Cambridge University Press, 2010,p.241.

〔36〕曹兴权、王心茹：《选择性股权回购中的股东平等保护》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022年第6期，第90页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

的利益平衡。[37] 根据该制度的内容，当公司只以特定股东为对象进行股份回购之时，必须经过股东大会的特别决议；再者，该特别决议的作出适用利害关系人表决权排除规则，即该特定股东不得行使表决权，否则将构成决议的可撤销事由；而且，其他股东享有追加请求权，即可以向公司主张将自身追加为股权出售方。[38] 与日本法不同，美国法则是通过事后的审查机制而非事前的机会均等机制来处理该问题。[39] 美国公司法将股份回购作为股东资本回报的手段之一，并且将股份回购的决定权赋予董事会。也就是说，从哪一股东处以何种价格回购股份，都是由董事会决定。但是，为防止该制度被滥用，美国法院通过事后的审查来判断董事在该定向回购之中是否违反信义义务，从而进一步判断该股份回购的正当性。

2. 对赌型定向回购

还有一类特殊情形的定向回购减资，也值得注意，即我国实践之中“对赌协议”引发的股份回购问题。对赌协议之中，涉及股份回购问题的只有以公司为回购主体的这一类型。根据我国《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）的规定，对赌协议引发的股份回购与减资程序被绑定在了一起。“与投资方请求目标公司回购其股权相关的，只有‘减少公司注册资本’这一情形。因此，在目标公司没有履行减资程序以保护债权人利益的情况下，对投资方有关目标公司回购其股权的请求，不应予以支持”[40] 该对赌协议的履行，将导致非等比例型回购减资的出现，也就会出现上文所言的问题：在股东之间进行非比例的股权回购，也就意味着进行了不按照比例的公司财产的分配。单纯从结果上来看，其似乎当然违反股东平等原则。不过，就目前的实务操作而言，对赌协议通常是由公司与全体股东共同签订。所以，即使是一方股东受有不利益而存在违反股东平等原则的可能，那么也会因为该股东对此不利益表示了同意而得以瑕疵治愈。就当前的对赌协议的履行而言，虽然其也属于非等比例型回购减资，但并不违反股东平等原则。

在此情形中，对赌协议实质上是通过契约的方式创设了类别股。例如，有学者指出，美国特拉华州 Thoughtworks 案与我国“对赌协议”纠纷构成类案。[41] Thoughtworks 案的关键便在于优先股赎回权问题。我国对赌协议所创设的也是此种类别股，其优先性亦在于，相关股东可以在特定条件下请求公司回购其股份，即“定向回购”或者说“非等比例型股份回购”。故亦有学者称之为“附带回购请求权的股份”[42]。此种情形之中，股东平等原则的实现，主要需要依靠公司法在新股发行程序之中，设定一定的要求。我国虽然在《公司法（修订草案）》第 96 条、第 161 条引入了授权资本制度，承认了董事会的股份发行权，但是对于股份发行程序并无明确规制。授权资本制度中的股份发行，可能从经济利益与控制利益两个方面给旧股东带来损害，因而为了保护旧股东有必要引入相关的法律制度；对于类别股东而言，此种保护需求更为强烈。[43] 以日本法为例，其相关法律规制

〔37〕家田崇「アメリカにおける特定の株主からの自己株式取得とグリーン・メイル」尾崎安央、川島いづみ編『比較企業法の現在：その理論と課題：石山卓磨先生上村達男先生還暦記念論文集』（成文堂，2011 年）20 頁。

〔38〕田中亘『会社法』（東京大学出版会，2021 年）431 頁。

〔39〕家田崇「アメリカにおける特定の株主からの自己株式取得とグリーン・メイル」尾崎安央、川島いづみ編『比較企業法の現在：その理論と課題：石山卓磨先生上村達男先生還暦記念論文集』（成文堂，2011 年）20 頁。

〔40〕最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年版，第 117 页。

〔41〕潘林：《重新认识“合同”与“公司”—基于“对赌协议”类案的中美比较研究》，载《中外法学》2017 年第 1 期，第 253 页。

〔42〕陈景善：《类别股之组织法规范与资本制度衔接》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022 年第 4 期，第 8 页。

〔43〕陈景善：《授权资本制下股份发行规制的重构》，载《华东政法大学学报》2022 年第 2 期，第 115−116 页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

主要包括，定向增发中的股东会特别决议要求、新股发行的通知公示义务、新股发行停止之诉、新股发行无效之诉等。[44] 当然，上述讨论的大前提是此种类型的类别股本身为法律所承认。但结合《公司法（修订草案）》第 157 条来看，此种类别股尚未纳入立法规划之中。不过，该条第一款所承认的类别股包括“国务院规定的其他类别股”，或许今后通过国务院的特别规定将此种类别股法定化，也不失为一种可能。

五、减资规制的体系修正

根据是否发行无面额股，公司可以采取的减资方式会有所不同，而这也会对减资规制的体系定位与规范安排造成很大的影响。因为，一旦废止了面额股而采取无面额股的话，股份与资本之间的关系就基本被切断了。[45] 如此一来，资本减少也并非一定要与股份数量或者股份面额的减少绑定在一起。自然而然，上述减资方式与减资结果的区分规制思想将会进一步得到强化，相关的法律规制也需要在体系定位上进行一定的改正。

（一）资本计算公式的否定

由于无面额股的出现，对“资本”的计算无法通过股份发行数量乘以每股面额进行。[46] 即，在发行无面额股的情形中，因为股份与资本的天然关联被切断，那么减资与股份数量或者面额的减少，也就不是必然关联。股份则不再是资本的均等划分单位，而是成为了股东对公司的权益比例单位。[47] 如此一来，公司不需要减少股份数量，便可以直接减少资本额。而在进行股份合并或者股份回购的时候，也不一定需要减少资本额。其实，这也是在立法论上一直主张引入无面额股制度的理由之一：“引入无面额股制度的一个重要理由，便在于便于股份的细分与合并，可以节省制度成本。面额股制度下，公司的资本严守资本＝股票面额 × 发行股份数量这一公式，当公司细分或合并其发行股份时，必然会带来股份数量的相应增加或减少，如果保持股票面额不变，那就必然导致资本的增加或减少，这两者都会带来不必要的成本。”[48]

既然资本与股份之间的关系被切断，那么作为减资结果的资本减少与作为减资方式的股份数量减少之间，也就可以相互独立了。减资也不以股份的合并或回购为前提，反而应当将减资的决议与股份回购或股份合并的决议分而论之。这样一来，即使股份合并或股份回购因方法或价格不当而存有效力瑕疵之时，也可以避免对减资效力产生影响。[49] 如是而言，对于减资方式的规制这一问题的研究，也就不一定要蜷缩于减资规制之下才能展开。例如，股份回购不仅仅是减资的方法，其还有自身的独立运用价值，如应用于反收购措施等。因而，在此种情形下，股份合并、股份回购等都应当作为独立的法律调整对象去予以规制。

（二）无面额股下的减资规范定位：以日本法为镜鉴

以日本法为例，其在很长一段时间之内，也是一直将对减资方式的规制放置于减资规制之中展开处理。例如，《日本商法》（现已失效）第 376 条规定，公司减资时，应当在减资决议中规定减

〔44〕吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社，2007 年）67 – 68 頁，陈景善：《授权资本制下股份发行规制的重构》，第 119–123 页。

〔45〕稲葉威雄、尾崎安央『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社，2008 年）297 頁。

〔46〕[美] 贝利斯 · 曼宁、[美] 詹姆斯 · 汉克斯：《法律资本制度》，第 111 页。

〔47〕稲葉威雄、尾崎安央『改正史から読み解く会社法の論点』（中央経済社，2008 年）275 頁。

〔48〕朱慈蕴、梁泽宇：《无面额股制度引入我国公司法路径研究》，载《扬州大学学报》2021 年第 2 期，第 64–65 页。

〔49〕小林量「無額面株式に関する一考察（二）」民商法雑誌 89 巻 1 号（1983 年）192 頁。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

资方式。换言之，资本减少的方法需要通过股东大会的特别多数决决议确定。而且，在解释论上，为了保护股东利益，日本学界对于该决议可否委托董事会进行、决议的具体内容，决议的效力等均展开了讨论。[50] 首先，日本学界及实务界通常认为该减资方式的决议与股东利益有重大关切，不得授权董事会决定，否则决议无效。其次，该减资方式决议应当具体包括：（1）是否减少股份面额或者股份数量，（2）若减少股份面额，是否同时对股东进行出资返还，（3）若减少股份数量，是通过股份合并还是通过股份回购，（4）若进行股份合并，合并的比例为何，若进行股份回购，则回购方法究竟是强制还是任意，是有偿还是无偿。而且，即使日本商法第 380 条在规定减资无效之诉时，并未对减资无效原因进行明确规定，但在解释论上其普遍认为，减资方式违反股东平等原则时，也应当认定减资决议无效。并且在该法的第 377 条到 379 条详细规定了股份合并这一特殊减资方式的规制内容。简言之，减资方式的相关规制，是作为减资规制体系的一部分而进行体系安排的。

但是，日本在制定公司法以后，彻底废除了面额股制度而全盘引入无面额股制度，切断了资本与股份之间的联系；上述减资规制的体系安排也随之发生了巨大变化。而且，随着资本制度的弱化，减资制度本身也并不像以往那样重要，而是作为公司会计规制的一部分予以规范处理。在日本公司法独立之前，根据日本商法的规定，减资包括实质减资与形式减资。前者是指，资本减少的同时也发生公司财产分配返还至股东处的情形；后者是指仅仅减少资本金的额度而并不发生公司财产的分配的情形。在日本公司法制定之后，其不再承认实质减资的概念，减资仅仅指的是名义上的减资，也就是资本金自身的减少而已。[51] 其实，减资在现代公司法中，本就既不指向财产的分配，也不指向发行在外的股票的减少，而是意味着资产负债表右下方声明资本科目金额的减少。[52] 换言之，如果对照中国公司法来说，日本公司法规定中所言“减资”，仅仅指中国公司法上的减资结果，而不包含本文所言的“减资方式”。当然，实务之中，在减少资本额度的同时，公司也可以进行股份回购或者股份合并等，但是其在法律定位上，并不是作为减资的方法，也不被公司法上的减资制度所规制。

根据我国《公司法（修订草案）》第 155 条，无面额股制度也将被引入。如上所述，随着无面额股制度的引入，资本与股份之间的关系将会削弱。届时，或许我们也不用再在减资规制中通过解释论的方法对减资方式进行处理，而是在体系上，将对减资方式的规制与对减资结果的规制相互区分。虽然在规制内容上并不会有多少变革，但是在体系认识与规范功能上可以说是别有一番天地。准此而言，我国《公司法》的修订大可不必像日本商法那样，将减资方式作为减资决议内容并通过减资无效制度对违反股东平等原则的减资行为予以规制；也不需要将股份合并的规范内容强行附录在减资的相关规制之中。相反，可以考虑仿照日本公司法的立法体例，从股东平等原则的角度对作为减资方式的股份回购、股份合并等问题予以单独规制。

结　语

我国学界以往对于公司减资规则的研究，主要集中在债权人保护的视角，而忽视了股东保护的视角。公司减资在规范意义上包含减资方式与减资结果两部分。减资结果代表着公司资本的减少，对债权人保护而言的确至关重要。但是，减资方式之中则可能存在因为股份合并中零细股份处理不

〔50〕大森忠夫ほか編集『注釈会社法（8）』（有斐閣，1969 年）79、104 頁。
〔51〕田中亘『会社法』（東京大学出版会，2021 年）463 頁。
〔52〕[美] 贝利斯 · 曼宁、[美] 詹姆斯 · 汉克斯：《法律资本制度》，第 149 页。

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

当、滥用资本多数决进行非等比例股份合并或非等比例回购、滥用强制回购制度等而导致少数股东受损的风险。有鉴于此，应当以股东平等原则为价值导向，构建一定的事前规制或者事后审查机制，以防止公司减资中出现欺压少数股东的问题。即，在股份合并型减资中，应当对等比例股份合并中的零细股份处理予以规范化，改变以往依赖精细算法的技术化操作现状。而对于公司重整之中的非等比例股份合并，应当增加优待中小股东这一实体要求，以作为重整计划的批准前提。同时，在股份回购型减资中，一方面应当对强制型股份回购进行“受有不平等对待的股东已表示同意”的形式审查或“该不平等对待存在正当事由且符合相当性”的实质审查；另一方面，应当对任意型回购减资情形课以机会均等机制，并在承认“附带回购请求权的类别股”的基础上完善相关规则体系，以保障股东平等。而且，随着无面额股制度的引入，资本与股份之间的关系将进一步切断，股份合并、股份回购之中的股东平等问题，也未必就局限在减资之中，反而需要在体系定位上进行重新的考量。

（责任编辑　陈夏红）

Abstract: Different from the reduction of the amount of capital, which is directly related to the protection of creditors, share consolidation and share repurchase, as methods of capital reduction, are related to the protection of minority shareholders. Company Law and the Revised Draft of Company Law require a two-thirds majority decision for capital reduction resolutions. In judicial practice, the rule has been determined that is "targeted capital reduction requires the consent of all shareholders". However, it is still difficult to fully resolve the issue of shareholder equality in capital reduction. On the basis of the types of capital reduction methods, the principle of shareholder equality and commercial efficiency should be carried out to build regulations. In the share consolidation, it is necessary to standardize the treatment of fractional shares in the type of equal proportions, and to increase preferential treatment of small and medium shareholders in the type of non-proportionate proportions. In the share repurchase, on the one hand, the compulsory share repurchase should be subject to the review requirements of "the unequal shareholders have expressed their consent" or "the unequal treatment is justified and commensurate with equivalence". On the other hand, an equal opportunity mechanism for repurchase should be introduced to voluntary repurchase to ensure the equality of shareholders. In addition, enriching the types of stocks, recognizing stocks with repurchase conditions and stocks with repurchase request rights, and improving the relevant rules and regulations will also help solve the problems caused by " share repurchase for resignation" and "VAM contract".

Keywords: capital reduction, equality of shareholders, share consolidation, share repurchase

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net